

# Informe mensual de Renta Fija

Itaú Comisionista de Bolsa

Enero 2026

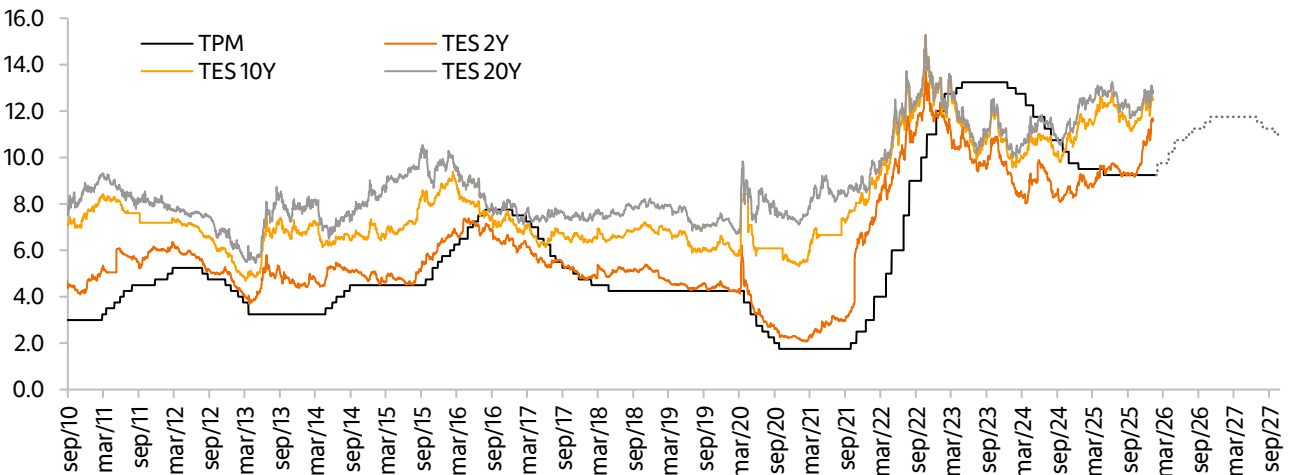
# Anticipándose al nuevo ciclo alcista del BanRep

## Deuda pública

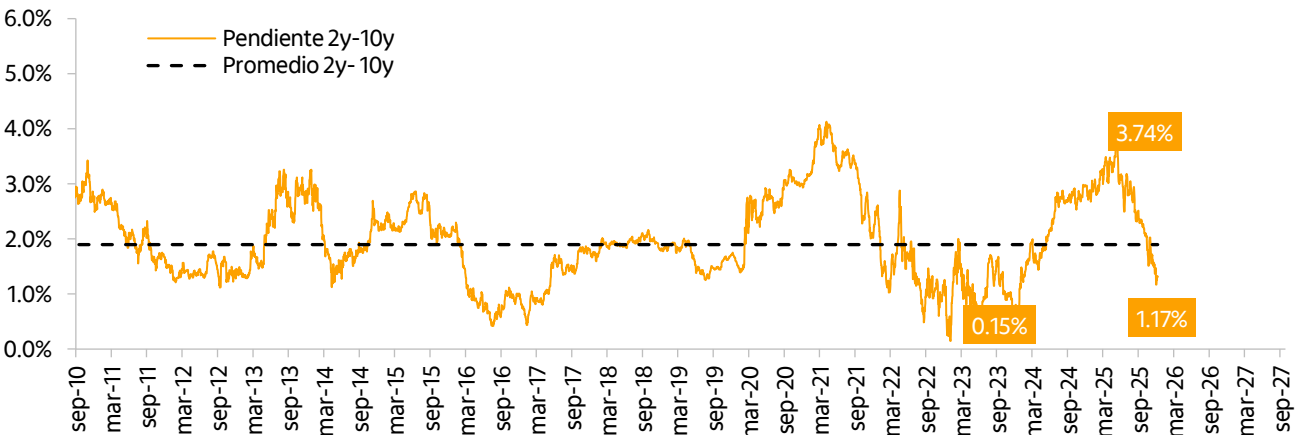
De cara a un 2026, que arranca con amplia incertidumbre de la mano de un incremento del salario mínimo, muy por encima del estimado de los analistas y del gobierno nacional de 23,7%, el mercado ha hecho un reprecio de política monetaria importante y apuesta a 250 básicos de subida de tasa de interés por parte del Banco de la República, correspondiente a unas expectativas de inflación a cierre de este año por los lados del 7% y que sería necesario para garantizar la misma tasa real previa al incremento exagerado del salario mínimo.

Analizando el comportamiento histórico de los TES en pesos durante los ciclos alcistas de política monetaria, las tasas alcanzan su punto máximo ya bien entrado el ciclo durante las últimas subidas. Puntualmente, la curva corta tiende a rezagarse un poco frente al belly y la parte larga, que encuentran su mayor nivel de estrés un poco antes. El escenario más comparable actualmente es el ciclo reciente de 2022, con una curva que registraba un aplanamiento marcado, alcanzando una pendiente históricamente baja de 15 pbs y un nivel de la curva en 14,5%, llevando a unos nodos que alcanzaron su punto máximo simultáneamente, 4 decisiones antes de volver a la estabilidad en la tasa de interés.

### Los TES no alcanzan su punto máximo sino hasta entrado el ciclo alcista



### La curva registra un aplanamiento marcado





En ese sentido, con una curva que también registra un aplanamiento importante (117 pbs) y un nivel elevado (12,70%), esperamos este ciclo de endurecimiento monetario sea muy parecido al último, con un punto máximo de estrés que se alcance un par de meses antes de volver a la estabilidad. En el escenario actual de mercado de +250 pbs (un ciclo relativamente corto), que llegué hasta el ~ 11,75% comenzando el cuarto trimestre, esperamos que el pico en rendimientos se de a mediados del segundo trimestre del año, de mantenerse las expectativas estables. Sin embargo, no descartamos que el acelerado descuento que ya hizo la parte corta, que la acercó a niveles del belly y del aplanamiento generalizado de la curva, ya hayan marcado esas tasas máximas de estrés.

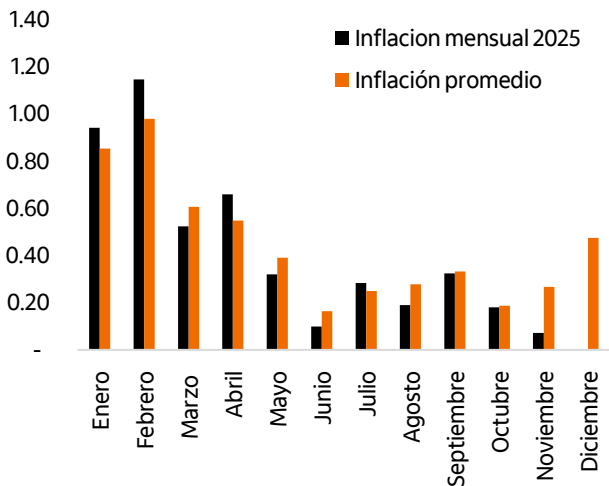
Ante la alta incertidumbre, mantenemos la neutralidad y consideramos que aún no es momento de exponerse a la curva en pesos, sino que es prudente esperar un par de meses después de comenzado el ciclo alcista del emisor, a pesar de los elevados niveles de rentabilidad ofrecidos y un belly de la curva que registra un potencial relativo importante versus los demás segmentos, por lo que las estrategias de aplanamiento de la curva hacen más sentido en este entorno.

Por otro lado, los que sí se ven favorecidos por la mayor inflación son los TES UVR, puntualmente la curva corta que incorporaría todo el carry de unas inflaciones mensuales por encima del promedio histórico y de las observadas en 2025. Esto permitiría rentabilidades cercanas al 20%, puntualmente en el nodo más corto del 27, durante el primer trimestre del año. Sorpresas alcistas pueden favorecer no solo la parte corta, sino el movimiento en general de la curva.

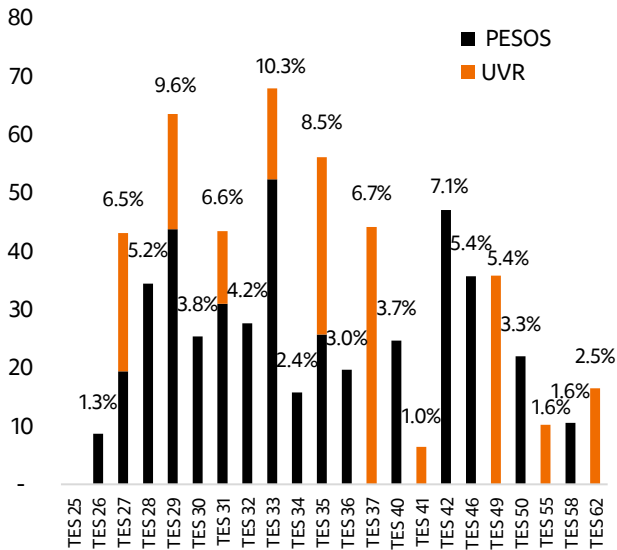
Adicionalmente, el año pinta bien para algunas referencias en UVR de la mano del perfil de vencimientos de la nación, que ubica un par de plazos (29 y 33 ) en niveles cercanos al 10% alejados del 5% promedio del perfil de deuda.

Esto podría sugerir una recomposición en estos vencimientos, para homogenizar los saldos a lo largo de la curva, por medio de canjes concentrados en recoger esas dos referencias en UVR, buscando dejar un *outstanding* más cercano al 8% en cada una. Lo que conllevaría valorizaciones en esos nodos.

### Ciclo inflacionario del 1T26 se potenciaría con exagerado incremento del mínimo



### Perfil de vencimientos



## Crédito Público volvería a ser protagonista durante 2026

Con un Crédito Público, que fue un actor importante durante todo el 2025 para la deuda pública, siendo el catalizador principal por medio de operaciones de manejo de deuda y el TRS, que buscaban reducir la elevada prima de riesgo de los títulos y se concentraron en canjes, recompra de títulos al descuento, recompra de cupones elevados, diversificación del perfil de deuda con emisiones en euros y canjes contra la curva de Yankees, esperamos un crédito público que vuelva a ser protagonista durante el 2026 para los TES.

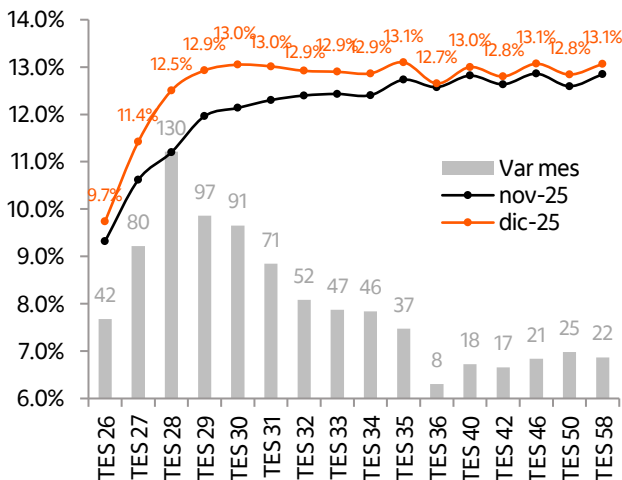
La primera movida que impactó este año fue la colocación directa de TES a la firma de inversión estadounidense PIMCO por \$23 billones, para la cual se usó parte del portafolio del MHCP por \$9,38 billones y se hizo una emisión primaria de \$16,62 billones, que hace parte del cupo de emisión de TES de largo plazo para este año y que totaliza \$85,25 billones. Eso junto con un pre financiamiento de cerca de \$5 billones, que se hizo en los últimos dos meses del 2025, deja un cupo para las subastas de \$63,6 billones, \$5,6 billones por encima del monto inicial de 2025, de \$58 billones. Que podría responder, en parte, al mayor costo fiscal asociado al incremento del salario mínimo, que el CARF calcula este año sea de \$5,4 billones. Por lo que el cupo de emisión arranca el año con un cumplimiento de 14%.

Si bien la posibilidad de continuar con los *private placement* estaría sobre la mesa, la reacción negativa que recibió el director de crédito público por esa movida sorpresiva podría limitar futuras operaciones similares y esperamos continúen los canjes con los creadores de mercado, las recompras de títulos con mayor descuento ante las elevadas tasas y las diversas estrategias de manejo de deuda, además del *rollover* de la operación de TRS, que se vence en julio.

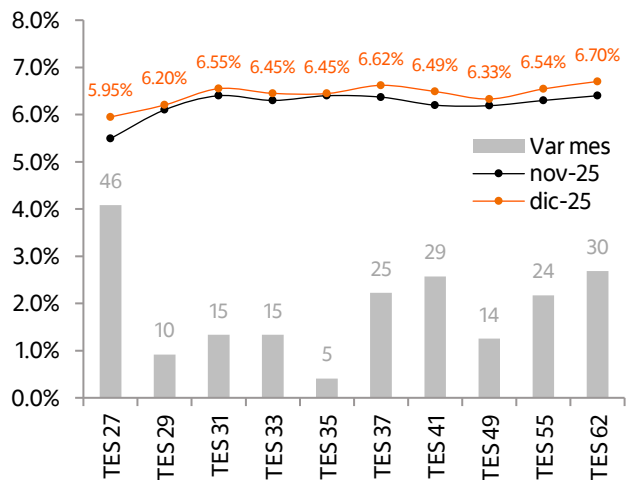
### ¿Cómo cerró el año?

Diciembre fue un mes negativo para los TES con desvalorizaciones entre 10 y 130 pbs, concentradas en la parte corta que incorporaron el reprecio de política monetaria. La curva en pesos registró un bear flattening, dejando casi todos los nodos por encima o muy cerca del 13%, desde el plazo a 3 años. Mientras que la curva en UVR sigue ubicándose por encima del 6%, con baja liquidez.

La curva en pesos está en su nivel más alto en 3 años



La curva en UVR sigue por encima del 6%



## Tenedores de TES (delta)

Agente	Δ 2021	Δ 2022	Δ 2023	Δ 2024	Δ 2025	Δ dic 25
Banco de la República	13.22	14.04	1.49	-14.70	10.80	0.31
Bancos Comerciales	5.66	4.04	-0.49	28.81	15.51	-2.82
Carteras Colectivas y Fondos Administrados	-3.31	-1.14	2.52	4.29	8.12	-2.53
Comisionistas de Bolsa	0.01	-0.13	-0.10	0.59	1.14	0.08
Compañías de Seguros y Capitalización	6.21	12.46	14.60	17.64	16.03	0.44
Corporaciones Financieras	0.11	-0.95	1.83	2.14	-0.93	1.12
Entidades Públicas	-0.61	1.17	-0.28	3.15	-3.61	-0.42
Fiducia Pública	5.32	1.81	4.61	0.05	-5.55	1.36
Fondos de Capital Extranjero**	11.27	19.44	-10.41	-4.68	61.23	26.59
AFPs	6.38	3.33	33.83	41.29	18.86	-0.70
Fondos de Prima Media	0.11	-0.68	0.34	0.44	0.24	0.19
Instituciones Oficiales Especiales	2.96	2.13	-0.55	2.86	6.94	0.69
Ministerio de Hacienda y CP	1.20	-2.41	-0.51	-0.57	3.43	-9.38
Proveedores de Infraestructura	0.07	0.29	0.01	0.91	0.65	0.07
<b>Total general</b>	<b>49.93</b>	<b>52.74</b>	<b>-0.30</b>	<b>84.15</b>	<b>140.45</b>	<b>15.20</b>

\*COP billones

\*\* Incluye \$21,6 billones correspondientes a un pasivo contingente como garantía en el marco de la nueva estrategia de deuda

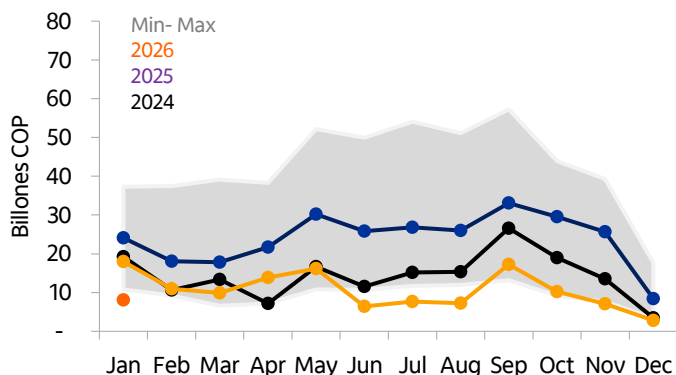
Durante diciembre el *offshore* fue el comprador neto de TES por \$26,59 billones de pesos, respondiendo al *private placement* y dejando un apetito neto en el mes por \$3,59 billones. Los extranjeros aumentaron su exposición en Colombia en \$61,23 billones en el año, que incluye el colateral del TRS por \$21,6 billones y deja un apetito neto, si tener en cuenta la colocación directa, de \$16,63 billones. En esas condiciones, el comprador neto en el año fueron las AFPs por \$18,86 billones, seguido del MHCP y las aseguradoras con \$16,03 billones.

Las ventas netas del último mes del año se dieron por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público por \$9,38 billones, como parte de pago de la colocación directa. El portafolio del ministerio cerró el año en \$3,43 billones, el más alto en los últimos 5 años. Y el vendedor neto de TES en 2025 fue la fiducia pública por \$5,55 billones, seguido de entidades públicas por \$3,61 billones, que seguramente responden a la búsqueda de caja por parte del gobierno en el último mes del año.

La caja del gobierno en los saldos del DTN cerró en mínimos históricos de ~ \$8,3 billones, que arrancando el mes alcanzó a estar en \$1,4 billones y se vio reforzada por la operación con PIMCO. 2026 comienza marcando otro mínimo histórico para la caja de la nación, que mantendrá sus operaciones enfocadas en aumentarla. Esperamos un nuevo catalizador venga de la mano de la publicación del Plan Financiero 2026 a comienzos de febrero.

El saldo de la deuda local aumentó \$140 billones en 2025, el mayor en la historia. El cupo de emisión total para 2026 es de \$152 billones, de los cuales \$85,25 billones corresponden a TES largo plazo.

### Saldo del tesoro en la DTN en mínimos históricos



# Inversiones cautelosas y de corto plazo

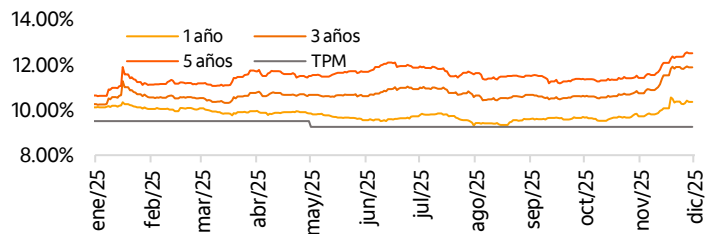
## Deuda corporativa

Los papeles corporativos continúan incorporando el potencial ciclo alcista del emisor y los tres indicadores se desvalorizaron fuertemente en el mes, con los tasa fija y los indexados al IBR subiendo más de 100 pbs en algunos nodos. La incertidumbre se ha visto reflejada en las tasas de captación de las entidades financieras que han subido entre 100 y 150 pbs desde diciembre y que deberían continuar ajustándose a medida que se llevan acabo las subidas de tasa de interés.

En ese sentido, mantenemos la estrategia de inversiones a plazos cortos (90 días), con renovaciones constantes para aprovechar las subidas en las valoraciones de los títulos o estrategias de rotación a 6 meses / 1 año.

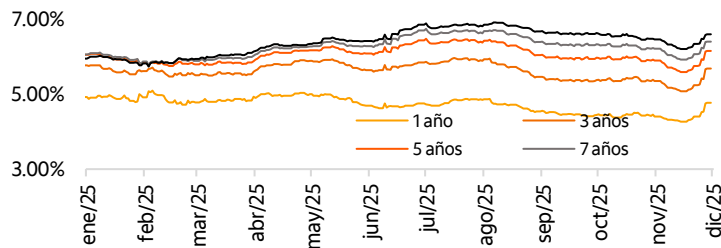
Con la expectativa de una tasa del BanRep en 11,75% a cierre del año, los indexados al IBR registran las rentabilidades mas elevadas, superiores al 11%, en plazos cortos, seguidas de títulos tasa fija e indexados al IPC, que empiezan a recoger una inflación por encima del 7% para cierre del 2026. Por lo que favorecemos diversificación con indexados al corto plazo y tasa fija en plazos más largos, siguiendo la estrategia de renovaciones periódicas para incorporar las mayores tasas en los portafolios.

### Tasa Fija



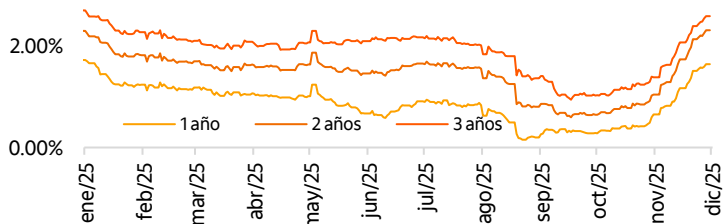
	Tasa de valoración %			Variación pbs	
	Hoy	Min 6Y	Máx 6Y	1M	YTD
1 año	10.35	2.11	18.52	53.9	24.3
1.5 años	10.81	2.43	18.81	78.2	68.4
2 años	11.25	2.74	18.88	96.7	110.3
3 años	11.89	3.30	18.94	111.3	163.4
5 años	12.51	4.25	19.07	106.4	187.1

### Márgenes IPC



	Tasa de valoración %			Variación pbs	
	Hoy	Min 6Y	Máx 6Y	1M	YTD
1 año	4.77	-1.48	6.53	34.9	-15.2
3 años	5.68	-0.41	7.88	33.3	-9.0
5 años	6.15	0.32	8.34	25.8	9.9
7 años	6.40	0.97	8.63	18.8	34.6
10 años	6.59	1.70	8.86	11.6	64.5

### Márgenes IBR



	Margen de valoración %			Variación pbs	
	Hoy	Min 6Y	Máx 6Y	1M	YTD
1 año	1.64	0.15	7.58	115.5	-7.9
1.5 años	2.05	0.37	7.55	134.1	-0.4
2 años	2.31	0.55	7.56	139.3	1.3
3 años	2.59	0.88	7.66	129.7	-11.4

## Matriz de rentabilidad

Rentabilidad Deuda Corporativa al Vencimiento					Rentabilidad Deuda Corporativa rotaciones en 1 año				
Plazo	IPC ACT	IPC PREV	FS	IBR	Plazo	IPC ACT	IPC PREV	FS	IBR
3 meses	10.96%	10.45%	10.62%	11.54%	3 meses	10.96%	10.45%	10.62%	11.54%
6 meses	11.11%	10.78%	10.66%	12.48%	6 meses	11.11%	10.78%	10.66%	12.48%
1 año	11.53%	11.24%	11.29%	13.62%	1 año	11.53%	11.24%	11.29%	12.44%
1.5 años	11.74%	11.68%	11.86%	14.21%	1.5 años	11.90%	11.61%	11.86%	12.77%
2 años	11.85%	11.83%	12.24%	14.26%	2 años	12.12%	11.83%	12.24%	12.94%
3 años	11.90%	11.99%	12.66%	14.20%	3 años	12.56%	12.26%	12.66%	13.09%
4 años	11.81%	11.93%	12.87%		4 años	12.88%	12.58%	12.87%	
5 años	11.71%	11.81%	13.00%		5 años	13.11%	12.82%	13.00%	
6 años	11.65%	11.74%	13.09%		6 años	13.28%	12.99%	13.09%	
7 años	11.61%	11.69%	13.15%		7 años	13.41%	13.11%	13.15%	
8 años	11.58%	11.65%	13.19%		8 años	13.49%	13.20%		
9 años	11.55%	11.62%	13.23%		9 años	13.56%	13.26%		
10 años	11.32%	11.44%	13.26%		10 años	13.60%	13.31%		
15 años	10.59%	10.69%	13.34%		15 años	13.68%	13.38%		

## Recomendación del mes

Subponderar **Neutral** Sobreponderar

N1 N2 N3 N4 N5

Indicador		Calificación					Comentario
		N1	N2	N3	N4	N5	
Deuda Publica	Tasa Fija	Corto plazo					<b>Oportunidades:</b> Recompensas del Ministerio por altos descuentos Canjes programados <b>Riesgos:</b> Ciclo alcista del Banrep Desbalances fiscales más profundos
		Mediano plazo					
		Largo plazo					
Deuda Publica	UVR	Corto plazo					<b>Oportunidades:</b> Inflaciones mensuales altas por subida exagerada del mínimo potenciarían el ciclo inflacionario <b>Riesgos:</b> Inflación que baje más rápido a lo esperado Implícitas caras en la parte larga
		Mediano plazo					
		Largo plazo					
Deuda Corporativa	IBR						<b>Oportunidades:</b> Ciclo alcista del BanRep <b>Riesgos:</b> Ciclo alcista más contenido
	IPC	Corto plazo					<b>Oportunidades:</b> Inflación por encima de la meta otro año más y subida exagerada del SMLV <b>Riesgos:</b> Proceso desinflacionario acelerándose por intervenciones del gobierno nacional
		Largo plazo					
Deuda Corporativa	Tasa Fija	Corto plazo					<b>Oportunidades:</b> Tasas a doble dígito por ciclo alcista del BanRep <b>Riesgos:</b> Nuevo apretón de liquidez del sistema
		Mediano plazo					
		Largo plazo					

# Nuestro equipo

## Vicepresidencia Treasury & Global Markets

**Nicolás Gomez**  
nicolas.gomezv@itau.co

## Gerencial General Itaú Comisionista de Bolsa

**Felix Buendia**  
Felix.buendia@itau.co

## Estrategia de mercados

**Valeria Álvarez**  
Valeria.alvarez@itau.co

**Sharon Tellez**  
Sharon.vargas@itau.co

**Contacto Itaú Comisionista**  
estrategiaitaucomisionista@itau.co  
T. (571) 3394540

## Banca Mayorista

**Gerente mesa Institucional**  
Camilo Díaz  
camilo.diaz@itau.co

**Corporativo y Empresarial**  
Leonardo Botero  
Leonardo.botero@itau.co

**Trading y ejecución**  
Joan Manuel Cardenas  
joan.cardenas@itau.co



## Información relevante

La información contenida en este informe fue producida por Itaú Colombia S.A., a partir de las condiciones actuales del mercado y las recientes coyunturas económicas, basada en información y datos obtenidos de fuentes públicas, que se consideran fidedignas, pero cuya veracidad no se garantiza. Esta información no constituye y, en ningún caso, debe interpretarse como una oferta de negocio jurídico o solicitud para comprar o vender algún instrumento financiero, o para participar en una estrategia de negocio en particular en cualquier jurisdicción. Toda la información y estimaciones que aquí se presentan derivan de nuestros estudios internos y pueden ser modificadas en cualquier momento sin previo aviso. Itaú Colombia S.A. no asume ningún tipo de responsabilidad legal por las decisiones de inversión basadas en la información contenida y divulgada en este documento. Asimismo, el presente documento de análisis no puede entenderse como asesoría en los temas que trata por parte de quien lo recibe.

Este informe fue preparado y publicado por el equipo de Itaú Análisis Económico de Itaú Colombia S.A. Este material es para uso exclusivo de sus receptores y su contenido no puede ser reproducido, publicado o redistribuido en ninguna forma, en todo o en parte, sin la autorización previa de Itaú Colombia S.A.

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.

**Condiciones de Uso:** Las empresas Itaú, entre ellas Itaú Corp Banca Colombia S.A. y sus filiales Itaú Securities Services Colombia S.A., Itaú Asset Management Colombia S.A., Itaú Comisionista de Bolsa Colombia S.A. y/o Itaú Casa de Valores S.A. no se responsabilizan por la información contenida en la presente publicación, su divulgación únicamente tiene efectos informativos y por tanto es importante resaltar que: a) Esta Publicación no constituye ni puede ser interpretada como una recomendación o asesoría para tomar alguna decisión o acción de parte de los clientes o como una oferta por parte de las empresas de Itaú y sólo representa una interpretación realizada por quienes la escriben, el contenido y alcance de la interpretación puede variar sin previo aviso según el comportamiento de los mercados b) El contenido de la Publicación ha sido obtenido de fuentes de información públicas y consideradas creíbles, las empresas de Itaú no garantizan la exactitud de la misma, ni se comprometen a actualizarla. La operativa de mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere una vigilancia constante de las posiciones que se adquieren y del entorno del mercado. c) Las empresas de Itaú no asumen responsabilidad alguna por pérdidas derivadas por la acción u omisión del uso de la información, operaciones, prácticas o procedimientos descritos en la Publicación. d) La distribución de ésta Publicación se encuentra prohibida sin el permiso explícito de las empresas de Itaú.

## Condiciones de uso

Este reporte ha sido preparado por el área de Estrategia de Itaú Comisionista de Bolsa S.A.

Las empresas del Grupo Empresarial Itaú, entre ellas Itaú Corp Banca Colombia S.A. y sus filiales Itaú Securities Services Colombia S.A., Itaú Asset Management Colombia S.A., Itaú Comisionista de Bolsa Colombia S.A. e Itaú Casa de Valores S.A., no se responsabilizan por la calidad de la información contenida en la presente publicación. La divulgación de este documento únicamente tiene efectos informativos, y por tanto es importante resaltar: (a) El contenido de la presente publicación no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen; (b) Este reporte ha sido preparado por funcionarios designados del área de Estrategia de Itaú Comisionista de Bolsa S.A., y no compromete el criterio de Itaú BBA y de ninguna otra de las compañías del Grupo Empresarial Itaú; (c) Esta publicación no constituye una oferta mercantil y no obliga a ninguna de las empresas del Grupo Empresarial Itaú, incluida Itaú Comisionista de Bolsa S.A.; (d) El contenido de esta publicación ha sido obtenido de fuentes de información públicas, consideradas creíbles, pero fuera del control de las empresas Grupo Empresarial Itaú. Por lo tanto, no se garantizan la exactitud o idoneidad de la información contenida en la publicación, y tampoco se garantiza la calidad de las interpretaciones realizadas por los funcionarios designados para la elaboración de este documento, quienes podrían variar su criterio en cualquier momento y sin previo aviso; (e) La información contenida en esta publicación está sujeta a variaciones según el comportamiento de los mercados, de forma que se sugiere su verificación, ya que las empresas del Grupo Empresarial Itaú no se comprometen a actualizarla; (f) La operativa de los mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere una vigilancia constante de las posiciones que se adquieren y del entorno del mercado. Como tal, las empresas del Grupo Empresarial Itaú no asumen ningún tipo de responsabilidad por las posibles pérdidas derivadas de acciones u omisiones que tome cualquier persona con base en el uso de la presente publicación, así como por operaciones, prácticas o procedimientos descritos en el documento; (g) La distribución de ésta publicación se encuentra prohibida sin la autorización y previa y escrita de Itaú Comisionista de Bolsa S.A.

## Rating:

Las sugerencias generales que se presentan en este reporte frente a activos o emisores particulares se rigen bajo el siguiente criterio:

- Comprar: Cuando se espera que la acción tenga un desempeño mejor que el promedio de mercado
- Mantener: Cuando se estima que el desempeño de la acción esté en línea con el desempeño de mercado
- Vender: Cuando se espera que la acción tenga un desempeño por debajo del promedio de mercado.

Es importante mencionar que el rating representa la evaluación del desempeño de la acción en el mediano plazo (1 año) por parte del analista designado. Sin embargo, este rating puede ser revisado en cualquier momento del tiempo, basándose en acontecimientos puntuales que puedan impactar el precio final de la acción.

## Condiciones de uso

Este reporte ha sido preparado por el área de Estrategia de Itaú Comisionista de Bolsa S.A.

Las empresas del Grupo Empresarial Itaú, entre ellas Itaú Corp Banca Colombia S.A. y sus filiales Itaú Securities Services Colombia S.A., Itaú Asset Management Colombia S.A., Itaú Comisionista de Bolsa Colombia S.A. e Itaú Casa de Valores S.A., no se responsabilizan por la calidad de la información contenida en la presente publicación. La divulgación de este documento únicamente tiene efectos informativos, y por tanto es importante resaltar: (a) El contenido de la presente publicación no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen; (b) Esta publicación no constituye una oferta mercantil y no obliga a ninguna de las empresas del Grupo Empresarial Itaú; (c) El contenido de esta publicación ha sido obtenido de fuentes de información públicas, consideradas creíbles, pero fuera del control de las empresas Grupo Empresarial Itaú. Por lo tanto, no se garantizan la exactitud o idoneidad de la información contenida en la publicación, y tampoco se garantiza la calidad de las interpretaciones realizadas por los funcionarios designados para la elaboración de este documento, quienes podrían variar su criterio en cualquier momento y sin previo aviso; (d) La información contenida en esta publicación está sujeta a variaciones según el comportamiento de los mercados, de forma que se sugiere su verificación, ya que las empresas del Grupo Empresarial Itaú no se comprometen a actualizarla; (e) La operativa de los mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere una vigilancia constante de las posiciones que se adquieren y del entorno del mercado. Como tal, las empresas del Grupo Empresarial Itaú no asumen ningún tipo de responsabilidad por las posibles pérdidas derivadas de acciones u omisiones que tome cualquier persona con base en el uso de la presente publicación, así como por operaciones, prácticas o procedimientos descritos en el documento; (g) La distribución de ésta publicación se encuentra prohibida sin la autorización y previa y escrita de Itaú Comisionista de Bolsa S.A.

Es posible que esta publicación incluya información y/o sugerencias frente a activos o emisores que también son abordados en informes de Itaú BBA. En este caso, se aclara que la información contenida en el presente documento corresponde a estrategias tácticas de corto plazo, que no constituyen un cambio de la perspectiva estructural que presenta Itaú BBA en sus informes. El presente documento debe entenderse de forma armónica con los demás documentos que publica Itaú BBA, y las demás compañías del Grupo Empresarial Itaú.

